

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO GERAL E APLICADA
CENTRO DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

A captação de recursos no Mercado norte americano influencia a boa pratica de Governança corporativa nas empresas brasileiras?

por
Silvia Hirata

Projeto Técnico apresentado à Universidade Federal do Paraná para obtenção de título de Especialista em MBA em Finanças Corporativas.

Orientador: Profº. Antonio Barbosa Lemes Júnior

Curitiba
2005

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais Kazuo Hirata e Antonia U. Hirata, a quem tanto amo

Resumo	02
1. INTRODUÇÃO.....	03
2. RESTRIÇÃO À PROPOSTA.....	04
3. OBJETIVO GERAL	05
4. OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	06
5. JUSTIFICATIVA	07
6. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	08
6.1 Conceito de Governança Corporativa	08
6.2 Aplicações do contexto das práticas da Governança Corporativa.....	15
6.3 Utilidades geradas pelas práticas de Governança Corporativa	23
6.4 Custo e benefícios.....	26
7. METODOLOGIA DO ESTUDO	29
7.1 Quesitos	29
7.2 Pesquisa.....	32
7.2.1 Relatório da administração.....	32
7.2.2 Notas explicativas.....	34
7.2.3 Demonstrativos financeiros em outra moeda.....	36
7.2.4 Fatos relevantes.....	37
7.2.5 Conselho administrativo.....	39
7.2.6 Diretor de Relações com os Investidores.....	40
7.2.7 Negociação em Bolsa.....	41
7.2.8 Código interno de Governança Corporativa. e relacionamento com os investidores.....	43
7.2.9 Projeções e informações.....	42
7.2.10 Classificação geral.....	46
8 RECOMENDAÇÕES.....	47
9 CONCLUSÃO	49
10 ANEXO.....	50
10.1 Anexo 1.....	50
11 REFERÊNCIA BIBLIOGRAFICAS.....	51

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo analisar e compreender como as empresas brasileiras divulgam suas informações ao mercado, e se estas estão sendo prestadas de forma eficiente e transparente, garantindo as empresas melhores benefícios provenientes da percepção dos investidores, com a devida transparência nas informações.

Para mensurar se as empresas estão atendendo a essas necessidades dos investidores e estão praticando uma boa governança corporativa, foram realizadas comparações em dois grupos distintos, de um lado empresas que tem negociação em Bolsa de valores no mercado externo e de outro empresas que atuam apenas no mercado de ações nacional , a partir da análise permitirá a observação das práticas de governança corporativa adotadas, avaliadas separadamente em quesitos . Por outro lado também serão analisados os impactos ocasionados nos custos e benefícios gerados pela boa prática da governança corporativa nas empresas, e como estas podem se beneficiar ao ingressarem nas classificações dos níveis de governança corporativa ou no Novo Mercado estabelecidos pelo Bovespa.

1- Introdução

A governança corporativa surgiu nos EUA devido à necessidade dos acionistas majoritários terem controle sobre suas empresas. Através da eleição de um conselho administrativo que teria como papel fundamental, defender os interesses dos acionistas, reportando-se avaliando novos projetos e decisões da diretoria.

Atualmente a governança corporativa tomou uma nova conotação passando a ser vista pelos acionistas como um dos requisitos primordiais para realizarem seus investimentos. Analisando a transparências apresentada da empresas na divulgação de suas informações, o investidor passa a possuir parâmetros em sua avaliação e também avalia os possíveis riscos de expropriação dos retornos dos seus investimentos realizados.

Contudo as empresas que não demonstram confiabilidade para os investidores e desejam em obter o mesmo nível de benefícios de uma empresa que pratica uma boa governança corporativa incorrem em custos elevados pela falta de transparências em suas informações.

Entretanto, muitas empresas afirmam que não divulgam suas informações, pois estaria fornecendo suas estratégias e objetivos para os concorrentes. Por outro, pela falta de transparência da organização os investidores percebem que as informações divulgadas são insuficientes para um melhor entendimento de objetivos traçados pela empresa.

2- Restrições às propostas

A pesquisa não aprofundará nos princípios da prestação de contas e responsabilidade em cumprimento dos pagamentos de impostos e encargos sociais, devido a falta de informações divulgadas nas demonstrações financeiras analisadas.

Este estudo será limitado aos assuntos acerca da governança corporativa nas empresas brasileiras, utilizando os demonstrativos financeiros do exercício de 2004 e informativos anuais divulgados no exercício de 2004.

Através deste estudo será possível analisar como as empresas brasileiras estão se comportando em relação de prestação de suas informações ao mercado, e se apenas estão cumprindo com suas obrigações exigidas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) por ser uma empresa de capital aberto.

3- Objetivo Geral

Objetivo deste trabalho é apontar e compreender como as organizações brasileiras divulgam suas informações no mercado, se de fato estão sendo anunciadas de forma transparente e eficiente, e verificar se existem diferenças entre empresas que captam recursos no mercado externo em relação às voltadas para o mercado de ações nacional.

4- Objetivo Específico

Através destes quesitos avaliados: relatório da administração, notas explicativas, demonstrativos financeiros em outra moeda, fatos relevantes, conselho administrativo, diretor de relações com os investidores, volume de negociação em Bolsa, código interno de governança corporativa, relacionamento com os investidores, projeções e informações, procurou se analisar e comparar entre as empresas escolhidas na pesquisa se estão praticando uma boa governança corporativa.

5- Justificativa

É mister para um profissional que atua na área da Administração Financeira ter o conhecimento das políticas relativas ao controle e direção de uma empresa de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais que permeiam a Organização, além disso qual o impacto que a forma da boa ou má governança corporativa recai sobre o valor de uma empresa.

Outro fator é ter conhecimento se fatores do ambiente externo da organização exercem forças positivas ou negativas para uma boa prática de governança corporativa.

6- Fundamentação Teórica

6.1- Conceito de governança corporativa

A governança corporativa vem se desenvolvendo há 40 anos e tomou vitalidade nos últimos 10 anos na Inglaterra e nos Estados Unidos, com a finalidade dos investidores obterem maior controle sobre a organização. Enquanto no Brasil, surgiu em virtude da necessidade das empresas brasileiras adaptarem aos moldes do mercado externo para captarem recursos para o financiamento de novos projetos empresariais.

A necessidade dos investidores estrangeiros obterem novas opções investimentos rentáveis fora de seu país de origem somente foi realizado através da desregulamentação dos mercados nacionais, que por sua vez, possibilitaram as empresas nacionais terem a oportunidade de captarem recursos tão necessários para o desenvolvimento de suas atividades.

Contudo, à medida que aumentou a competição global pelo capital, os investimentos foram atraídos para países e empresas que ofereceram melhores condições e resultados financeiros para os tais investimentos. Tentando sempre minimizar seus riscos, os investidores farão uma análise sobre a viabilidade, levando principalmente em consideração a transferência e a proteção aos investidores.

Para garantir esta seguridade exigida pelos investidores estrangeiros, o país onde estão instaladas as empresas devem ter passado por desenvolvimento econômico e político sustentável, ou estar compreendida em seu processo, demonstrando ao investido confiabilidade, segundo *Claessebs (2003)* não há evidências que comprovam a reflexibilidade de um país com má práticas da governança corporativa e ineficiências aos direitos propriedade sobre empresa e setores de sua economia.

Devido a um período de crises econômicas, como a russa, asiática e brasileira no final da década de 90, a governança corporativa tomou esta enorme importância empurrada pela necessidade dos investidores em compreender uniformemente a situação de cada empresa e da economia de um país com um todo. Sendo comprovado o argumento de *Claessens (2003)* demonstrando a enorme relação existente entre a má prática da governança dos países e suas empresas.

A governança corporativa pode ser entendida por meio de duas concepções, embora abordem pontos de vistas diferentes, porém ambos são aceitos, o primeiro visa compreender como é o comportamento da organização se esta adita um modelo atual de organização, mensura seu desempenho, crescimento, estrutura financeira, tratamento com os *shareholders* e outros *stakeholder*, enquanto o segundo modelo preocupa-se em fatores normativos da organização, verificando se as regras e normas estabelecidas estão funcionando, se estas pertencem a um sistema legal, judiciário, do mercado financeiro e contribuem para o mercado.

Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativas) a defini governança corporativa como um sistema de relacionamentos entre Acionistas/Cotistas

E conselho administrativo, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. Objetivando ser um mecanismo que valorize a organização, respeitando os benefícios e melhorando a comunicação a todos seus acionistas, facilitando o acesso a fontes de financiamento e administrando de forma efetiva a fim de contribuir com sua perenidade.

Em ambos conceitos, a governança corporativa tem como alicerce em quatros pilares:

1. Equidade(*Fairness*): Direitos iguais a todos os seus acionistas;
2. Prestação de contas (*Accountability*)
3. Transparência (*Disclosure*)
4. Cumprimento das Leis (*compliance*)
5. Ética (*ethics*)

Estes pilares visam informar aos acionistas a situação da empresa de forma clara e detalhada, sobre a execução e elaboração de novos projetos, custos e despesas organizacionais, responsabilidade social e meio ambiente e apuração de dividendos.

Atualmente, as praticas de governança somente são mensuradas em organizações de capital aberto através da classificação da Bovespa, podendo estas estar compreendidas em três níveis, porém isso não impossibilita que empresas de capital fechado não possam mensurar como são suas praticas.

As empresas de capital aberto se beneficiaram com a abertura de capital, pois obtiveram alterações abruptas em seu sistema de captação de recursos das empresas, que passaram a não mais depender somente de grandes investidores, elas podem agora, com a diluição de sua base societária gerada pelo mercado financeiro, obter recurso necessários a execução de seus projetos, dividir de forma irrestrita o risco de suas atividades e contar com os benefícios de uma gestão profissional (*Jensen e Fama, 1983*).

Assim, a dispersão do capital social trouxe consigo a separação entre propriedade e controle, e nessa conjuntura, executivos contratados se tornaram responsáveis pela maximização dos resultados (*Breadley e Myres, 2000*).

Com isso as empresas de capital aberto praticamente da governança corporativa beneficiam -se obtendo melhores desempenhos pois obtém melhores tratamentos aos *stakeholders* e melhoras em seu acesso a financiamentos com menor custo de capital.

Desta foram, torna-se possível entender que as empresas devem dirigir seus esforços inicialmente a seus acionistas, como forma , que cumpram todos os compromissos assumidos junto aos demais participantes , pois a maximização da riqueza do acionista, pelo caráter residual de que ele é investido , significa reflexos de produtividade e eficiência que beneficiam todos os interesses envolvidos (*Rapport, 2001*).

Segundo *Malieni (2003)* a identificação destas praticas se justificam pela maior percepção de transparência pelos acionistas e pela possibilidade de maior participação na tomada de decisões graças a presença de mecanismos que valorizem as funções do conselho de administração.

Sendo dever do Conselho da Administração, efeito pelos acionistas (detentores de ações ordinárias), tomar decisões de ultima instancia e monitorar o cumprimento das decisões, representando sempre o melhor para o acionista e ficando responsável pelo alinhamento dos interesses dos acionistas aos executivos.

Este alinhamento não surge de forma instantânea e, para que ele ocorra, torna-se importante identificar a estrutura dos conselhos, suas funções exercidas efetivamente, o nível de sua independência em relação ao principal executivo da empresa, além de outros fatores que representam a capacidade de exercer o papel de defensores dos interesses dos acionistas (*Maliene, 2003*)

Segundo *Lodi (2000)*, o conselho administrativo deve possuir os seguintes pontos básicos para a boa prática de governança corporativa, que são:

- Presidente do Conselho não deve ser presidente da diretoria;
- Deve haver maioria de conselheiros externos aos acionistas;
- Os conselheiros externos não devem ser profissionais contratados;
- Deve existir uma avaliação anual do diretor-presidente da diretoria;
- Deve inexistir conflito de interesses ou negócios comuns entre o conselheiro externo e a empresa;
- Deve haver avaliação anual dos conselheiros;
- Conselheiro vindo do mercado não deve ter participado de mais de cinco conselhos anteriormente;
- Conselheiro deve dispor de pelo menos dois dias para o acompanhamento dos negócios das empresas e para se inteirar das atividades da empresa;
- Deve haver avaliação anual dos conselheiros;
- Conselheiro vindo do mercado não deve ter participado de mais de cinco conselhos anteriormente;
- Conselheiro deve dispor de pelo menos dois dias para o acompanhamento dos negócios da empresa e para se inteirar das atividades da empresa;

- Conselheiro deve promover e participar de comitês de auditoria, finanças, estratégias, jurídico entre outros.

Assim o conselho torna-se um membro independente dentro da empresa e comprometido com os interesses dos acionistas, possuindo o poder de controle sobre os executivos alinhado-os as estratégias da empresa à maximização de resultados.

Para prover sempre a maximização dos resultados aos investidores, o Conselho Administrativo deve exercer o controle corporativo, no qual, devem exercer a função de monitorar e ratificar decisões de ultima instancia, a fim de salvaguardar os investimentos feitos pelos investidores contra potenciais condutas expropriadoras praticadas pelos gestores. (*Jensen e Fama, 1983*).

Segundo *La Porta* (1999) a proteção aos investidores é crucial para a pratica da boa governança corporativa. Uma vez que a expropriação dos beneficios dos investidores possa vir a denegrir a imagem da empresa, aumentando seus custos de captação de recursos. Assim as empresas devem ser transparentes e demonstrar sua prestação de contas aos investidores. Realizarem reuniões onde os diretores possam explicar a demonstração dos direitos relacionados a distribuição de dividendos e outros assuntos relevantes. Como possíveis suspeitas de expropriação existentes.

Geralmente a expropriação ocorre em empresas familiares que priorizam o retorno primeiramente aos investidores internos, prêmios aos executivos, utilizando-se do lucro em beneficio próprio ao invés de proverem retorno aos investidores externos.

Sendo que nas maiorias destas empresas o investidor interno, geralmente é o acionista majoritário, que detém todo poder contratual e residual direito de controle. Sem distinção entre sua diferença, *Hart* (1995). Assim, os acionistas majoritários obtêm retornos, pois possuem força, sendo este poder exercido para a troa da diretoria, forçar o pagamento dos dividendos, paralisar os projetos ou planejar com maior duração os benefícios para os investimentos internos do que os externos, recompensando diretores e obtendo compensações, ou vendendo a empresa e recebendo comissões. Esta situação pode ser

resolvida modificando a estrutura organizacional da empresa, alterando e policiando os poderes dos investidores internos, equilibrando os com os investidores externos.

Outra corrente defendida e utilizada dos estudo de *Modigliani e Miller* (1958), que afirmam que a empresa é um conjunto de objetivos investidos e seus fluxos de caixas gerados por estes, não conseguiram explicar o porquê os investidores recebam retorno de fluxo de caixa. *Jensen e Meckling* (1976) apontam que estes retornos não podem ser tomados como prêmios, e o que investidores internos podem utilizar-se dos recursos em benefício próprio. Vendo isto, propõe um modelo financeiro que se baseia na participação dos investidores externos *shareholders* e credores sobre os retornos do fluxo de caixa. *Jensen e Mechkilg* (1976) apontam que estes retornos não podem ser tomados como prêmios, e que os investidores internos podem utilizar-se dos recursos em benefícios próprio. Vendo isto, propõem um modelo financeiro que se baseia na participação dos investidores externos, *shareholders* e credores sobre os retornos do fluxo de caixa, limitando assim a expropriação e preservando a equidade.

Outro meio de proteção de investidores externos o aumento na deficiência na expropriação, influenciados pelos gestores, com a finalidade de atrair mais capital para os investimentos em suas atividades empresariais ,potencializando seus retornos.

Com a redução pro parte dos gestores nas distorções de resultados gerados pelos investidores internos em próprio benefício e , com a implantação de sistemas corporativos . Principalmente o sistema contábil, eficiente, que não permita projeto. Assim torna-se possível auferir a seus investidores retornos justos a seus investimentos realizado.

Existe um meio de defesa para os investidores contra a expropriação, que se baseia em que num mercado eficiente o não pagamento de dividendos ao acionistas, ocasiona aumento do valor patrimonial da empresa, pela não distribuição dos lucros. Sendo o valor da ação calculado pela ralação entre o valor do patrimônio liquido sobre o numero total de ações da empresa, desta forma , com o aumento no patrimônio liquido devido a retenção de lucro, ocasionaras um aumento proporcional no valor da ação bastando o acionista vender ao mercado as ações e obter seus retornos.

Além destes problemas anteriormente relatados, existe também outro agravante: a relação existente entre os acionistas e os gestores, conhecida como teoria da agencia. Estudado por *Spence e Zeckhauser* (1972) e *Ross* (1973) , que analisaram a estrutura de remuneração dos gestores , denominados agentes, com o alinhamento dos interesses dos acionistas ou proprietários, denominados de principal.

A teoria da Agência foi formalizado por *Jensen e Meckling* (1976), onde citam a existência de conflitos de interesses em qualquer atividade de cooperação de indivíduos, mesmo sendo uma relação hierarquizada de principal-agente. *Jensen e :Meckling* (1976, p310) definem uma relação de agencia como um contrato ,onde o principal emprega o agente com o propósito de realizar determinados trabalhos e serviços em seu favor, existindo a delegação de alguma autoridade para o agente.

A hipótese fundamental para esta teoria advém do fato de as pessoas pensarem e possuírem interesses diferentes. A partir desta suposição , e observando que o principal e o agente são pessoas diferentes, *Jensen e Meckling* escreveram “ *The nature of man*” em 1994. Propondo um modelo simplificado para o entendimento do comportamento humano, no qual discutem a idéia que nenhum ser humano deseja maximizar uma função utilidade que não seja a sua , isto é, seu comportamento estará relacionado a seus interesses e objetivos. Dessa forma, cria-se o ambiente para a hipótese fundamental desta teoria. A inexistência entre o desejado pelo principal e o apresentado pelo agente.

Porém, a inexistência desta delegação, formaria a empresa menos eficiente e dependente da aprovação de todos os acionistas para tomada de decisão acerca de assuntos que envolvam algum risco razoável, prejudicando o progresso empresarial.

Contudo, a delegação de poderes pelos acionistas para a tomada de decisões acerca de assuntos que envolvam algum risco razoável , prejudicando o progresso empresarial.

Contudo, a delegação de poderes adotada pelos acionistas gera a necessidade de garantir que não existam abuso por parte dos executivos (*Monks, 2001*) para que esta situação não ocorra,, o conselho administrativo presente na empresa através da eleição de

seus acionistas, com as premissas que defendam seus interesses, representando, então , a primeira linha de defesa dos acionistas contra os executivos incompetentes (*Weisbah, 1988*)

Enquanto Fama e *Jenen*, 2000 defendem que o problema de agencia deve ser controlado por um sistema de decisão que separe o gerenciamento (iniciação e implementação) e o controle (ratificação e monitoramento) sobre importantes decisões das empresas; ou seja. Se o conselho administrativo for independente dos seus executivos, os acionistas terão maior segurança sobre seus investimentos , os executivos poderão desempenhar , com certo grau de controle do conselho nas atividades empresariais que trarão retorno á empresa.

6.2- Aplicação do contexto das praticas da Governança

A abertura do mercado nacional para investimentos externos, devido a desregulamentação do mercado brasileiro nos anos 90, trouxe a possibilidade de empresas nacionais e do próprio estado, que vem transferindo sua propriedade, desde o processo de privatização iniciado nos anos 90, aos fundos de pensão locais , empresas e fundos de investimento internacionais.

Diferentemente dos modelos de governança existentes na Alemanha, França e Japão. A estrutura de propriedade das empresas brasileira não possui a participação de bancos, pela provável interesse destes em obter ganhos expressivos com as altas taxas de juros praticadas, não havendo interesse em financiar empresas nacionais em longo prazo.

Também influenciados pelo grande receio de divulgação de suas informações ao mercado pela abertura de capital pela empresa brasileira, que pro sua vez comprometeria sua vantagem competitiva em relação aos concorrentes.

Muitas empresas nacionais a procura de recursos pra investimento em longo prazo são obrigadas, devido a relativa escassez em nosso país, captarem recursos no exterior pro programa de DR (Depositary Receipts).

As DR's são certificados negociáveis emitidos por um banco para representar um certo número de ações de uma empresa, que serão custodiadas neste banco ou em algum outro, no país emissão, para a captação de recursos provindo de outros países.

Assim, a empresa que pretende emitir DR's no exterior deve disponibilizar o seu balanço em outra moeda e no padrão U.S GAAP, caso o país escolhido, seja os Estados Unidos e esteja compreendida no segundo ao terceiro níveis. Possibilitando maior acesso a investidores estrangeiros as ações da empresa e exigindo mais esforços para melhorar a qualidade da informação apresentada.

De acordo com dados disponíveis no site da BOVESPA, nos últimos anos, menos de 10% dos investimentos feitos por companhias de capital aberto do Brasil foram financiados pelo mercado acionário. A maior parte do financiamento as empresas brasileiras ainda é feita por empréstimos bancários e ou capital gerado por sua atividade empresarial (Mello Junior, 2000)

Lethbrige (1997) em seu estudo sobre a tendência da empresa familiar no mundo, ressalta que a governança corporativa tende a tornar-se um assunto de relevância no Brasil, a medida que sua estrutura corporativa atual consolide a migração para uma nova estrutura de empresa, caracterizada pela participação de investidores institucionais, controle acionário disperso e foco na eficiência econômica, geração de valor para o acionistas e transparência na administração. Ou seja, transfere de um modelo empresarial voltado ao cumprimento de boas práticas de governança corporativa.

As empresas que buscam capital no mercado de ações Norte Americano lançam as ADR's (*American Depositary Receipts*) são certificados de ações, emitidos por bancos norte americanos, com lastro em papéis de empresas brasileiras. A mesma empresa pode participar de diferentes tipos de programas, dependendo do nível de exigência das informações que ela envia à *Securities Exchange Commission* (SEC), a CVM americana. O nível mais sofisticado é o 3, o único em que a empresa pode lançar novas ações e captar recursos. Nos níveis 1 e 2 - e no 144 não há aumento do volume de emissão de ações.

Um pesquisa realizada pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativas) em novembro de 2001 revelou que 51,69% das empresas brasileiras de capital aberto revelaram que 51,69% das empresas tem membros da família controladora como conselheiro, numa média de 2,24 membros de um total de médio de 6,76 conselheiros, 44,05% dos conselheiros são considerados independentes e 24,82% são diretores ou empregados, 61,36% dos conselhos tem membros que já foram diretores da empresa, os conselheiros externos são executivos da empresa (43,86%), financistas (14,62%) consultores (11,11%), advogados (10,53%), acadêmicos (7,02%), ex-membros do governo (6,43%), 80% dos conselhos não tem conselheiros representante de minoritários e 66,28% das empresas possuem conselheiro que ocupam o cargo há mais de 5 anos.

Demonstrando que ainda existe uma alta concentração de poder nas mãos das famílias controladoras, representados nas mãos das famílias controladoras, representados na empresa pelos conselheiros.

Assim empresa que almejam competir por investimentos no mercado mundial, alavancar seu crescimento, devem adotar boas práticas de governança corporativa. O que estimulou um número considerável de companhias abertas a esforçar-se em oferecer aos investidores melhores práticas, isso significa passar a ter entre suas metas de gestão a transparência, a prestação de contas e a equidade, a exigir que o conselho de administração, órgão representante dos acionistas ou cotistas, assumam de forma ativa seu papel de estabelecer as estratégias empresariais, eleger a diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão, escolher a auditoria independente.

Embora existam exigências, como a divulgação do balanço em jornais de grande circulação, apresentação ao público, fatos relevantes, eventualmente balanço em outra moeda, informações gerais divulgadas no IAN (Informativo Anual) como obrigação de uma companhia aberta, Regulada pela CVM (Comissão de Valores Imobiliários), porém estes dados não garantem a expropriação dos acionistas minoritários.

Para Rabelo (2001) , o espaço existente no modelo de governança brasileiro para a expropriação de acionistas minoritários inibe a disposição dos investidores comuns em fornecer capital a empresas, sendo necessário o aperfeiçoamento da estrutura legal que regulamenta a relação de sócios minoritários e credores com acionistas controladores , como forma de nutrir o desenvolvimento do mercado de capitais local.

Para o autor, além da baixa proteção aos acionistas minoritários,, outra debilidade da estrutura legal brasileira é a falta de regulamentação que amplie o volume de informações ao mercado, evitando que as empresa sejam obrigadas a fornecer periodicamente outros dados que não esteja presente nos balancetes trimestrais e balanços anuais, o que prejudica o trabalho de avaliação das empresas e , com decorrência , a percepção de risco de investimento (*Rabelo, 2001*).

Com o intuito de criar normas e regras para garantirem os esforços de determinadas empresas, que buscam recursos externos e praticam a boa governança corporativa, a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) criou três classificações: Novo Mercado, Nível 1 e 2 de Governança Corporativa.

O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e transparência adicional em relação ao que é exigido pela legislação.

A valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais rígidas do que os presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos

conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da empresa seja composto somente por ações ordinárias. Porém, esta não é a única. Em síntese, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);
- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilizarão de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IFRS;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação das demonstrações contábeis e de revisão especial de auditoria;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Informar negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;

- Apresentação das demonstrações de fluxo de caixa;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a BOVESPA e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

Com o Novo Mercado, a BOVESPA abre uma nova frente de atuação visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, oferecendo para as empresas uma excelente oportunidade para a captação de recursos a custos competitivos e para os aplicadores um mercado mais seguro para o investimento de longo prazo.

Percebe-se que pelas medidas implantadas, busca-se dispersar o controle de propriedade, ampliando a circulação de ações no mercado nacional e impondo maior dinamismo ao controle corporativo exercido pelo mercado.

Entretanto, existe mais duas formas de classificação de boas práticas de governança corporativa que visam o comprometimento com transparência e a proteção dos acionistas minoritários, sem modificar a essência da estrutura de propriedade como o Novo Mercado exige, pois a BOVESPA define como um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia. A adesão a essas práticas distingue a companhia como Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa.

Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação das demonstrações contábeis e de revisão especial de auditoria;
- Informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilizarão de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IFRS;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que sejam deliberados em assembléia geral;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Todas essas regras estão consolidadas em um Regulamento de Listagem, cuja adesão é voluntária. Os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e seus administradores são firmados em contrato entre essas partes e a BOVESPA.

Para avaliar o desempenho de uma carteira de ações , que adotam boas praticas de governança , a Bovespa criou o IGC (Índice de Governança Corporativa) , constando apenas em sua carteira ações de empresas que estão compreendidas no Novo Mercado ou seja classificadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa.

O calculo é feito através do valor da carteira de ações ponderada pela multiplicação de seu respectivo calor de mercado por um valor de governança. Esse fator será igual a 2 para os papeis do Novo Mercado; 1,5 para os papeis do Nível 2; e 1 para os títulos do Nível 1.

Os índices ICG será recalculado periodicamente, procurando identificar ações que tenham excessivas participação na formação do índice , o limite Maximo de participação na carteira teórica aceito é de 20%) Neste caso a Bovespa reajusta o índice para que não chegue ao limite fixado de 20%.

Com objetivos de solucionar controvérsias relacionadas ao mercado de capitais entre os participantes dos segmentos especiais de listagem. Novo mercado e nível 2 de governança corporativa, a BOVESPA criou em 27/01/2001 a Câmara de Arbitragem do Mercado.

Este Câmara deve propiciar ao investidor maior agilidade na solução de conflitos, de forma sigilosa e a um custo menos que os procedimentos geralmente adotados no poder judiciário. Outra vantagem da CAM (Câmara de Arbitragem do Mercado) á a qualificação técnica de seu quadro de árbitros para questões dos mercados de capitais.

A Adesão do CAM é processada por meio de assinatura de um Termo de Anuência , com o compromisso dos participantes de respeitar seu regulamento. As partes

que decidirem utilizar não poderão mais recorrer ao Poder Judiciário para tratar da mesma matéria, tampouco ao judiciário no intuito para tratar de alterar qualquer sentença proferida.

6.3- Utilidades geradas pelas praticas de Governança

Os usuários das praticas de governança corporativa, resumidamente são os *shareholders* e os *stakeholders*. Os primeiros possuem o direito ao fluxo de caixa da empresa, pois possuem o direito a propriedade, caracterizado pelas ações. Enquanto os segundos são grupos de interesses como credores, governo, funcionários e a sociedade, onde podem possuir potencial direto sobre o fluxo de caixa da empresa.

Esses dois grupos exercem forte influencia sobre a empresa, para tanto esta este foga obrigada pelas leis e por obrigação aos seus acionistas e *stakeholders*, dar informações sobre a situação financeira e demais informações relevantes.

As avaliações realizadas pelos dois grupos são realizadas de foram distintas, pois objetivam interesses diferentes. Os *shareholders* tem por objetivo a maximização de seus investimentos e sua proteção contra possíveis expropriações. Já, os *stakeholders* preocupam-se os impostos estão sendo pagos corretamente, se a empresa possui recursos para saldar com suas obrigações, se possuem projetos de expansão, se preocupa com a preservação do meio ambiente, se participa de programas sociais.

Estas informações devem ser bem transparentes e ricas em informação, possibilitando os interessados avaliar a situação atual e analisar se os projetos previstos trarão retorno. Sendo publicadas em jornais, disponibilizadas no site da CVM, os Demonstrativos Financeiros que são publicados trimestralmente, e os Informativos Anuais (IAN) com periodicidade anual.

Nos demonstrativos financeiros divulgados pela empresa, é possível avaliar como está à saúde financeira da empresa, através de cálculos de índices financeiros, possibilitando

uma análise mais profunda sobre o funcionamento das operações da empresa e sua estrutura, além de informações sobre os projetos em andamento, participações no mercado e o relatório da administração. Sendo um forte instrumento de comunicação entre a entidade, seus acionistas, e a comunidade na qual se insere, posto que a sua adequada elaboração proporcionará tomadas de decisões de melhor qualidade.

Enquanto o informativo anual dispõe de informações gerais sobre a empresa, como, composição do conselho administrativo e diretoria, com suas respectivas experiências e formações acadêmicas, de que forma é distribuído o capital social da empresa, suas participações em outras empresas, política de remuneração e participações, distribuição de dividendos e mais recentemente informações sobre governança corporativa.

Evidentemente, deve-se considerar nessa divulgação a relação custo/benefício da informação, bem como a necessidade de manter sigilo sobre certos aspectos comerciais e estratégicos.

O relatório da administração deve informar a seus interessados, acerca de três tópicos, contemplando, as atividades globais do grupo (análise corporativa), informações mais detalhadas de ramos ou segmentos individuais (análise setorial) e

análise dos resultados e da posição financeira (análise financeira).

A análise corporativa deve permitir uma visão das atividades da empresa, no que tange:

- As mudanças de estratégia e resultados globais;
- Compras e vendas de ativos que tenham afetado o desempenho do grupo e suas

perspectivas;

• Informar sobre a estrutura organizacional e gerencial, bem como, informações sobre a relação de trabalho, treinamento, bem-estar, segurança e demonstração do valor adicionado;

• Responsabilidade social, com referencias específicas sobre segurança do público consumidor e da comunidade e proteção ambiental;

- Atividades de pesquisa e desenvolvimento;

- Programa de investimentos;
- Projeções futuras da organização, contemplando eventos a partir do exercício encerrado.

Entretanto, a análise setorial visa esclarecer a situação em que seu setor está comparando os números apresentados, com maiores detalhes e com dados consistentes com os analisados no contexto corporativo.

Enquanto, a análise financeira preocupa-se em discutir e explicar os seguintes aspectos:

- Os resultados operacionais inclusive quanto aos efeitos dos resultados dos segmentos no desempenho global e, também, a eventuais efeitos significativos ocasionados por fatores internos ou externos;
- Situação de liquidez e fontes de capital, inclusive em capacidade de atendimento de compromissos a curtos e longo prazos;
- Especial atenção deve ser dada aos efeitos das variações na taxa de câmbio em todos os aspectos de análise.

Além dessas informações, devem ser mencionados no relatório da administração os seguintes itens adicionais:

- Demonstração-resumo dos itens mais relevantes das demonstrações financeiras e estatísticas-chaves para o ano;
- Informações sobre os diretores, incluindo responsabilidades e participações na empresa;
- Análise da posição acionária, incluindo informação dos acionistas principais.

Assim, o relatório da administração deve informar a seus usuários, a prestação de contas dos atos praticados e as expectativas sobre desempenhos futuros é que devem nortear a elaboração desse relatório.

Uma empresa compromissada em divulgar com transparência estas informações tornará mais propensa a adquirir investimentos tanto de pequenos investidores como

institucionais. Ou seja, praticando boas práticas de governança corporativa a empresa torna-se mais atraente para os investidores, pois reduzissem as incertezas existentes.

Com a criação da classificação de práticas de governança corporativa pelo Bovespa, disponibilizou aos investidores estrangeiros avaliarem de forma mais precisa as empresas que pretendem investir, além de analisar o balanços no formato US GAAP e seu informativo anual em outros idiomas – em algumas situações por exigência do Bovespa –, onde foram minimizados os riscos de expropriação pela diluição de ações no mercado e pelos esforços no melhoramento das informações.

6.4- Custos e Benefícios

A aplicação de boas práticas de governança corporativa exige da empresa grandes esforços, para divulgar de forma eficiente às informações necessárias para a avaliação de seus interessados. Entretanto, para isto, a empresa deve realizar diversas mudanças estruturais para tornar a informação precisa e condizente a empresa.

A primeira delas, por exigências de órgãos como a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), as empresas de capital aberto, deverá contratar auditoria independente e registrada na CVM, aperfeiçoar sua contabilidade, deve eleger um diretor de relações com investidores, onde desempenham o papel de informar aos investidores as políticas adotadas pela empresa, promover apresentações públicas, manter regular o fluxo de informações no mercado de capitais, divulgarem a política de dividendos e demais assuntos relevantes relacionados à empresa. Sendo uma ponte de comunicação existente entre a empresa e os acionistas.

Para desempenhar de forma eficiente este nova diretoria e manter sempre informado o mercado de capitais e seus acionistas, a empresa tem que enumerar esforços que visem contemplar os papéis citados acima, a fim de tornar as informações divulgadas seguras e confiáveis, reduzindo as incertezas e tornando o investidor mais confiante nas políticas adotadas pela empresa.

Acerca de todos esses papéis que esta nova diretoria deve desempenhar, existem os custos relacionados para a execução destas novas tarefas. Embora, muitas empresas utilizem-se do diretor financeiro para exercer esta função, existem ainda, os funcionários encarregados de realizar estas novas funções para prover ao mercado informações transparentes e confiáveis.

Esses esforços relacionados à boa divulgação das informações aos acionistas é o primeiro passo para se ingressar no Novo Mercado ou no Nível 1 ou 2 de governança corporativa da Bovespa.

Para realizar o ingresso da empresa nas classificações de governança corporativa, a empresa deve adotar diversas políticas, analisadas acima, como facilitar a dispersão das ações no mercado, prover melhores informações contábeis e informativas aos acionistas, no formato nacional e nos formatos internacional US GAAP e IASC.

Acerca destas operações a empresa deverá despender diversos recursos. Como contratar pessoas especializadas para a execução destas informações, a implementação de um sistema contábil capaz de processar estas informações, facilitar a dispersão das ações no mercado, realizar reuniões periódicas com os acionistas para discutir fatos relevantes, divulgar as informações e todos os demonstrativos previstos conforme as leis estabelecidas pela CVM.

Para a empresa negociar suas ações no mercado, ela deverá pagar a ABRASCA (Associação Brasileira de Companhia das Companhias Abertas) uma taxa - dependendo do montante, poderá ser um percentual ou valor fixo – que terá o papel de coordenar, colocar e dar garantia (se houver). Ainda existem os custos envolvidos pelos agentes financeiros, responsáveis pela emissão, manutenção e informação aos acionistas.

A MACKinsey & CO, em parceria com o Banco Mundial no ano de 2000 conduziu uma pesquisa (“Investors Opinion Survey”) junto a investidores, representando um total de carteira superior a US\$ 1.650 bilhões, destinada a detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa

Verificou-se que os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência.

Outros benefícios podem ser adquiridos pela inserção da empresa nos níveis de governança de corporativa estabelecidos pelo Bovespa. Além das vantagens de atrair novos investidores encorajando-os a investir pela qualidade das informações. O governo aprovou duas leis que beneficiam as empresas que adotam boas práticas de governança corporativa, permitindo os fundos de pensão e sociedades seguradoras investirem uma maior parte do seu capital no mercado de capitais, já que estes atualmente são os maiores investidores no mercado nacional.

Através da Resolução 2.829 aprovada em 29/03/01 no Conselho Monetário Nacional/SPC, permitiu aos fundos de pensão investir seus recursos da seguinte forma: mercado tradicional, 35%; nível 1, 45%; nível 2, 55%; Novo Mercado 60%. E também da resolução 3.000 aprovada em 24/07/02 no Conselho Monetário Nacional/SUSEP, permitiu às sociedades seguradoras, às sociedades de capitalização e às entidades abertas de previdência complementar realizarem investimentos mais elevados em empresas do Novo Mercado, Nível 1 e 2 de governança corporativa.

Com isso as empresas receberam mais incentivos para ingressarem no Novo Mercado, Nível 1 ou 2 de governança corporativa. Pois seus principais investidores poderão investir uma maior parte de seus recursos no mercado de capitais, propiciando assim maior circulação de capital para o investimento em atividades empresariais.

7– Metodologia do Estudo

7.1 - Quesitos

A pesquisa realizada para o entendimento das práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras será de caráter exploratório, que utilizará como instrumento a coleta de dados, aliada a fase de pesquisa teórica decorrida acerca do assunto em estudo.

Para o estudo da aplicabilidade da governança corporativa nas empresas brasileiras, foram listadas 16 empresas de capital aberto, regularmente cadastradas na CVM (Comissão de Valores Mobiliários), e separadas didaticamente em dois grupos distintos.

O primeiro grupo foi selecionado empresas que de primeira instancia, necessitam recorrer a grandes montantes de recursos para proverem seu crescimento e para isso, ao analisarem a escassez de recursos no mercado financeiro brasileiro, as empresas sentem a necessidade e se vêem obrigadas a ingressarem no mercado global para a obtenção destes. Porém, no mercado global a concorrência é bastante acirrada entre as empresas sobre o capital disponível, exigindo das empresas demonstrarem informações de qualidade e transparência ao mercado.

Para caracterizar estas, foram escolhidas empresas que se utiliza de programas de ADR (American Depositary Receipts). Com este, as empresas brasileiras conseguem acessar o mercado americano através de papéis representativos as suas ações no Brasil. Para que isto ocorra, o mercado americano obriga as empresas estrangeiras divulgarem seus balanços no padrão US GAAP e suas informações corporativas traduzidas para o inglês.

Sendo escolhidas para este grupo as seguintes empresas: Aracruz Celulose S/A, Banco Bradesco S/A, Companhia Brasileira de Distribuição – Pão de Açúcar, Companhia Energética de Minas Gerais – Nacional, Companhia Vale do Rio Doce, Klabin S/A, Petróleo Brasileiro S/A –Petrobrás e Votorantin Papel e Celulose S/A.

Enquanto, o segundo grupo estudado foi selecionado empresas que não estão preocupadas na emissão ADR's para captarem recursos no mercado americano, portanto estas estão preocupadas na captação no mercado financeiro interno e sem priorizarem o

mercados de capitais, especialmente o mercado de ações, fazendo contra-ponto ao primeiro grupo.

Foram elencadas para o segundo grupo, as seguintes empresas: Brasmotor S/A, Buettner S/A Indústria e Comércio, Cia Iguaçu de Café Solúvel, Companhia Brasileira de Cartuchos – CBC, Garuda S/A, Rail Sul S/A e Traianus S/A.

Para o melhor entendimento da comparação será realizada comparação individual, disposta em quesitos. As empresas serão classificadas de acordo com as melhores práticas da governança corporativa apresentadas no quesito estudado, organizado em quartis, permitindo também, a análise de grupos de empresas.

A abordagem da pesquisa dos quesitos terá como principais fontes de pesquisas, as Demonstrações Financeiras do exercício de 2004 e o Informativo Anual de 2004, Disponibilizados no site da CVM. Além de consultas realizadas aos próprios sites das empresas estudadas e informações históricas do mercado. O propósito da pesquisa é analisar como as empresas praticam a governança corporativa dentro de quesitos estabelecidos, que dão pistas para o seu entendimento.

Foram determinados os seguintes quesitos:

Relatório da Administração: observará sua presença, de caráter obrigatório, e a quantidade de páginas apresentadas.

Notas Explicativas: observará sua presença, de caráter obrigatório, e a quantidade de páginas apresentadas.

Demonstrações Financeiras em outra moeda: analisará a presença ou não da demonstração em outra moeda.

Fatos Relevantes: analisará a quantidade de fatos relevantes divulgados ao mercado no período de 17/03/2003 a 17/03/2004.

Conselho Administrativo: analisará a quantidade de membros contidos no conselho, bem como, a participação neste do acionista controlador.

Diretor de Relações com os Investidores: analisará se o Diretor de Relações com os Investidores exerce somente esta função, ou ele também exerce o cargo de Diretor Financeiro ou de outra área.

Negociação em Bolsa: analisará se a empresa está classificada no nível 1 ou 2 de governança corporativa ou no Novo Mercado, a variação do preço da ação e o volume médio diário negociado em bolsa - considerando somente dias úteis - no período de **21/05/2001 à 21/05/2004** e utilizar-se-á a *priori*, ações preferenciais. Em caso de empate na classificação, o desempate será realizado primeiramente, pela classificação de governança corporativa atribuída a empresa pelo Bovespa, permanecendo o empate, será realizada pela maior soma do número de páginas apresentadas no relatório da administração e notas explicativas.

Volume médio diário negociado:

$Vm \text{ diário} = \Sigma \text{ Volume diário} / \text{Dias úteis}$

Dias úteis = 748

Código Interno de Governança Corporativa e Relacionamento com os Investidores: analisarão a presença de códigos de governança corporativa apresentados pelas próprias empresas e também a existência de um canal de comunicação entre a empresa e os acionistas.

Projeções e informações: analisarão a quantidade de páginas nas informações presentes que demonstram projeções de resultados, informações sobre o entendimento da empresa e a informações recomendáveis.

O critério de desempate no quesito estudado, partirá da premissa que as empresas praticantes de boas práticas de governança corporativa são mais almejadas pelos investidores, pois apresentam melhor transparência, equidade e prestação de contas.

Considerando este fato importante, o desempate será baseado pela ordem de classificação, calculada através do volume médio diário em R\$ (reais) negociado na BOVESPA.

A classificação final da empresa se dará pelas atribuições de pontos, respectivos a sua posição no quesito estudado, para o primeiro lugar a empresa receberá 16(dezesseis) pontos, para o segundo lugar receberá 15 (quinze) pontos e assim sucessivamente até o vigésimo que receberá 1 (ponto) ponto.

7.2 Pesquisa

7.2.1 Relatório da Administração

	divulga	Quantid.
1º		
Petrobras	Sim	107
Vale Rio	Sim	29
Votorantim	Sim	23
Pão de Açúcar	Sim	23

	divulga	Quantid.
2º		
Bradesco	Sim	23
Aracruz	Sim	19
CNS	Sim	20
Buettner	Sim	10

	divulga	Quantid.
3º		
Klabin	Sim	13
Cia Café Iguaçu	Sim	10
Cia Bras. Cartuchos	Sim	7
Brasmotor	Sim	3

	divulga	Quantid.
4º		
Garuda	Sim	2
Brasmotor	Sim	2
Trainus	Sim	1
Ferragens Haga	Sim	1

Legendas:

Divulga: divulga ou não

Quantid: quantidade de paginas

Ao analisar os resultados obtidos da pesquisa sobre relatório da administração, primeiramente, nota-se a enorme discrepância na quantidade de páginas apresentadas entre as empresas compreendidas no primeiro e o quarto quartis. Este fato ocorre, devido à falta de transparência das empresas na divulgação de suas informações. As empresas situadas no

primeiro quartil dão importância em informar aos seus acionistas como foi o ano transcorrido, dando informações substanciais sobre novas descobertas; projetos bem sucedidos; como a economia impactou os negócios da empresa; de que forma os eventos foram vantajosos ou desvantajosos para a empresa e como o mercado reagiu a esses impactos.

O Relatório da Administração também ressalta a importância de investimentos na preservação do meio-ambiente e projetos sociais, demonstrando os resultados obtidos – mostrando seu comprometimento com a responsabilidade que a companhia demonstra nas atividades que desenvolve – informando as novas parcerias e possíveis concessões conquistadas mensurando o que isso propiciará a empresa, além de tornar mais claro ao investidor como o ano transcorreu comercialmente nos mercados interno e externo e quais foram os resultados obtidos pelo lançamento de novos produtos, assim como permite a mensuração da forma como os esforços da empresas repercutiram sobre o mercado.

Além disso, os Relatórios divulgam também as estratégias organizacionais da companhia, passando por assuntos como: os rumos como os quais propiciará novos projetos que maximizaram os lucros; como são as práticas de gestão e que estratégia está envolvida para atingir os objetivos; a política de dividendos adotada; suas práticas de governança corporativa; pesquisa e desenvolvimento de novas tecnologias; estratégia financeira; análise financeira; gerenciamento de riscos; posicionamento estratégico; metas corporativas; recursos humanos e as atribuições disponibilizadas a seus colaboradores.

Observou-se que as empresas compreendidas no quarto quartil somente cumprem a lei, divulgando no Relatório da Administração que contrataram auditoria externa e incluindo breves comentários sobre o contexto que a organização está inserido na economia.

Evidentemente, estas empresas situadas no quarto quartil não fornecem aos seus acionistas, informações relevantes. Enquanto isso, as empresas compreendidas nos demais quartis, mesmo não possuindo um alto grau de detalhamento como as do primeiro quartil, conseguem, contudo, divulgar algumas informações mais substanciais aos seus investidores, evidenciando certo grau de transparência e confiança.

É importante enfatizar que um Relatório da Administração bem elaborado, demonstrando as políticas adotadas pela empresa, ratificando pontos importantes para o entendimento de sua estratégia organizacional, tornará o investidor menos temeroso, reduzindo as expectativas de fracasso e expropriação e, portanto, torna o investidor mais propenso em investir na empresa.

7.2.2 - Notas Explicativas

1º	Vale	65
	Petrobras	63
	Bradesco	53
	Pão de Açúcar	44

2º	CSN	36
	Brasmotor	24
	Klabin	20
	Votorantim	19

3º	Cia Café Iguaçu	18
	Rail Sul	13
	Cia do Cartuchos	12
	Garuda	9

4º	Buettner	7
	Ferragens Haga	5
	Traianus	5
	Aracruz	4

Quant: Quantidade de páginas

Realizada a pesquisa acerca das notas explicativas, percebe-se a existência de diferenças relevantes, comparando os primeiro e segundo quartis com o terceiro e quarto. Porém nota-se certa equalização dos dados, demonstrando que as empresas estão se esforçando para divulgarem essas informações.

Todavia, a Companhia Vale do Rio Doce se sobressai em relação às demais empresa, pois apresenta em suas notas explicativas um alto grau de detalhamento em todas suas operações.

Entretanto, todas as empresas analisadas e compreendidas no primeiro quartil, apresentam os princípios contábeis utilizados para conceber seus resultados.

Demonstrando de forma clara e objetiva, suas disponibilidades de caixa em aplicações, títulos públicos, fundos de renda fixa etc., seus principais credores nacionais e internacionais, as principais empresas que possuem transações comerciais, os resultado obtidos dessas transação

s detalhado por empresa, a forma pela qual foi calculado o imposto de renda – princípio da responsabilidade e prestação de contas , suas participações societárias, discriminação e explicação detalhada sobre o balanço publicado, custos de restauração e recuperação ambientais incorridos no período, cálculos dos dividendos referentes as ações ordinárias e preferenciais, comparações do custo de capital com índices de inflação, variação cambial e empréstimos, receitas e despesas financeiras, seguros contratados, planos de participação dos resultados, balanços no formato US GAAP.

Ao analisar as empresas compreendidas no segundo quartil, observa-se que estas não detalham de forma tão clara como as do primeiro quartil. Todavia, prestam boa parte das informações divulgadas pelas empresas do primeiro quartil.

À medida que se analisa o terceiro e quarto quartis, observam-se carências de informações e detalhamentos, além de não se mencionarem diversos itens citados pelos dois primeiros quartis.

Mesmo que não possuam o mesmo número de operações existentes na Companhia Vale do Rio Doce, presencia-se falta de transparência na divulgação das informações.

Além do princípio da transparência, é possível analisar os princípios da responsabilidade com o cumprimento de suas obrigações perante o governo e a prestação de contas aos seus acionistas com a divulgação de custos e despesas incorridos no período.

Como analisado no quesito relatório da administração, nos 2 primeiros quartil nenhuma empresa voltada ao mercado interno ficou entre as 8 primeiras as. Ressaltando que as empresas inseridas no mercado global prezam pela divulgação de suas informações com qualidade.

7.2.3- Demonstrativos financeiros em outras moedas

1º	Petrobrás	Sim
	Vale	Sim
	Bradesco	Sim
	CSN	Sim

2º	Votorantin Celulose	Sim
	Pão de Açúcar	Sim
	Klabin	Sim
	Aracruz	Sim

3º	Brasmotos	Não
	Cia de Cartuchos	Não
	Buettner	Não
	Cia Iguaçu	Não

4º	Rali-Sul	Não
	Ferragens Haga	Não
	Traianus	Não
	Garuda	Não

Legenda:

Possui: possui demonstração no formato US GAAP

Ao analisar este quesito, observa-se primeiramente que nenhuma das empresas voltadas ao mercado de capitais nacional divulga suas demonstrações em outra moeda.

Todavia, como era esperado, as empresas que utilizam instrumentos de captação de recursos como ADR's, possuem demonstrações em outra moeda, sendo esta, uma das exigências a serem cumpridas para emissão destes papéis no mercado global.

Por outro lado, as empresas compreendidas no terceiro e quarto quartis, terão mais dificuldades em obterem fontes de recursos menos custosas para propiciar seu crescimento, pois não possuem seus balanços no formato US GAAP o que dificultará o ingresso no mercado global, ficando fadadas aos empréstimos bancários.

Desta forma, as empresas possuidoras dessas demonstrações, além de objetivarem fontes de recursos menos custosas, também objetivam sua introdução no mercado global, criando uma imagem positiva da empresa, possibilitando o desenvolvimento de novas parcerias e relacionamentos internacionais.

7.2.4 Fatos Relevantes

	Quant.
1º Vale	15
Petrobras	14
CSN	13
Bradesco	8

2º Cia Iguaçu	6
Klabin	5
Aracruz	5
Votoratim	4

3º Cia Bras. De Cartuchos	4
Pão de Açúcar	3
Buttner	0
Rail Sul	0

4º Brasmotor	0
Ferragens Haga	0
Traianus	0
Garuda	0

Legenda:

Quant: quantidade de fatos relevantes publicados

Analisando a pesquisa realizada, no que tange os fatos relevantes anunciados pela empresa ao mercado, podemos ressaltar sua importância no que tange o comprometimento de prestar informações aos seus acionistas sobre novas medidas e políticas que estão sendo implementadas.

As informações mais comuns nas empresas analisadas, são: negociação de posição acionária, associação com outras empresas e o início de suas operações, deliberações do conselho administrativo, novas descobertas relevantes, aquisição de participações em outras empresas, troca de ações entre o próprio grupo, pagamento de dividendos, emissões de debêntures com ou sem conversão por ações, distribuição de juros sobre o capital próprio, impacto sobre projetos de leis – impostos -, esclarecimento de negociações em andamento, venda de ativos, contratos relevantes realizados, reorganização societária, cisão, incorporação, fusão, oferta pública primária de ações e pedido de cancelamento de registro de companhia aberta.

Neste quesito pode ser observado que apenas 1 (uma) das 8 (oito)) empresas focadas ao mercado interno encontram-se no segundo quartil, demonstrando que muitas poucas empresas prezam em informar fatos relevantes aos acionistas.

Desta forma, as empresas tem a consciência em divulgar ao mercado sobre as novas políticas adotadas na organização, demonstra o princípio da transparência (*Disclosure*) sobre as decisões tomadas para seus acionistas, assim como também a equidade (*Fairness*) , relacionada a divulgação da política de pagamentos de dividendos.

7.2.5- Conselho Administrativo

	nº membros	conselheiro
1º	Petrobrás	9
	Brasmotor	5
	Bradesco	8
	Buettner	4
2º	Aracruz	10
	Vale	13
	Votorantim	5
	CSN	10
3º	Cia Iguaçu	6
	Klabin	25
	Cia de Cartuchos	7
	Pão de açúcar	15
4º	Rali-Sul	3
	Ferragens Haga	4
	Traianus	3
	Garuda	3

Legenda:

Nº Membros: número de membros no conselho administrativo

Controlador/ Conselheiro: o conselheiro faz parte do conselho administrativo

Analisando os resultados obtidos, apenas seis empresas não possuem a presença do controlador no conselho da empresa, ou esta não possui um acionista majoritário. Isto representa que a empresa tende a não adotar políticas expropriadoras e que beneficiem os acionistas majoritários.

Assim os acionistas minoritários tornam-se mais seguros contra possíveis riscos de expropriação e utilização dos recursos da empresa em benefício dos acionistas majoritários.

Neste quesito é possível analisar o princípio da equidade, ou seja, as garantias sobre os direitos aos retornos e propriedade passam a ser iguais todos acionistas, sem distinção, garantindo a este o retorno propiciado e na mesma proporção dos demais acionistas.

Outro fato importante é o número de conselheiros presentes nas empresas, algumas possuem um número bastante elevado de conselheiros que em alguns casos são discriminados no Informativo Anual como suplentes de outro conselheiro, ou ainda, que não tomou posse do cargo. Comprovando a total falta de descaso com os acionistas, pois é papel do conselheiro representar os acionistas na empresa, monitorando as atividades dos diretores pela maximização dos resultados e ratificar decisões de última instância.

7.2.6 Diretor de Relações com os Investidores

Diretor financeiro=RI

1º	Pão de Açúcar	Não
	Brasmotor	Não
	Petrobras	Sim
	Vale	Sim

2º	Bradesco	Sim
	CSN	Sim
	Votoratim	Sim
	Klabin	Sim

3º	Aracruz	Sim
	Cia. Brasil. cartuchos	Sim
	Buttner	Sim
	Café Iguaçu	Sim

4º	Rail Sul	Sim
	Ferragens Haga	Sim
	Taianus	Sim
	Garuda	Sim

Legenda:

Diretor Financeiro = RI: Diretor de Relações com Investidores é o diretor financeiro ou ocupa outra diretoria

Neste quesito, objetiva analisar a presença de um diretor de relações com investidores nas organizações. Demonstrando a importância que as empresas atribuem à

seus acionistas, prestando informações necessárias sobre o entendimento da empresas e novas decisões que serão tomadas.

Como observado, somente duas empresas apresentam um diretor exclusivamente para estabelecer comunicação da empresa aos acionistas. Embora todas as empresas possuam um diretor encarregado pela comunicação, utiliza-se de diretores financeiros ou até mesmo de outras áreas para exercer esta função.

Infelizmente a cultura organizacional brasileira não preza este relacionamento de grande importância entre empresa e acionista, ao contrário de outras culturas, como por exemplo a americana.

Esta carência organizacional afeta na transparência fornecida aos investidores acerca das políticas adotadas pela empresa, pois nem sempre o diretor financeiro apesar de ser um profissional qualificado, possui habilidade para exercer de forma eficiente esta função de estabelecer comunicação com os investidores.

Notadamente, foi observada a presença também de diretores de relacionamento com investidores pertencentes ao conselho administrativo ou diretor de outras empresas do grupo. Evidentemente, este diretor apesar de ser respaldado por bons profissionais sob seu comando, não conseguirá dar atenção e dedicação necessária aos seus acionistas.

7.2.7 negociação em Bolsa

	Negocia	Classificação	Volume médio
1º Petrobras	Sim	Nenhuma	R\$ 64.045.018,64
Vale	Sim	Nível I	R\$ 25.749.017,57
Bradeso	Sim	Nível I	R\$ 23.593.968,30
CSN	Sim	Nenhuma	R\$ 16.621.702,76
2º Votorantim Celulose	Sim	Nível I	R\$ 4.303.896,41
Pão de Açúcar	Sim	Nível I	R\$ 2.218.741,53
Klabin	Sim	Nível I	R\$ 1.842.262,23
Aracruz	Sim	Nível I	R\$ 580.796,93

3º	Brasmotor	Não	Não
	Cia Bras. Cartucho	Não	Não
	Buettner	Não	Não
	Cia Iguaçu de Café	Não	Não

4º	Rail-Sul	Não	Não
	Ferragens Haga	Não	Não
	Traianus	Não	Não
	Garuda	Não	Não

Legenda:

Cod Gov: possui código de governança corporativo interno

Rel Inv: possui um site com informações específicas para os investidores

A intenção deste quesito é verificar se as empresas estudadas possuem códigos de governança corporativos internos e canal de comunicação com seus investidores.

Podemos constatar que 10 (dez) empresas não possuem nenhum tipo de preocupação com seus investidores, não apresentando nenhum canal de comunicação, como regras e normas praticadas na empresa, informações sobre o mercado, divulgação de atas do conselho administrativo etc. Entretanto, se as empresas prestassem estas informações organizacionais relevantes, poderiam obter uma valorização de sua imagem perante seus investidores.

Enquanto 6 (seis) empresas possuem o canal de comunicação, dando maior suporte ao acionistas informando-lhes sobre novos projetos e outras informações relevantes que somente serão divulgadas no relatório da administração no final do período em exercício.

Além da preocupação da transparência oferecida, nessas empresas existem códigos de governança corporativo interno, que visam estabelecer melhores práticas, onde estão estabelecidas regras e normas, discriminando qual é o papel do conselho e de que forma ele exercer a função, o papel da diretoria e dos demais colaboradores.

Assim a empresa introduz em sua cultura organizacional parâmetro que devem ser seguidos, melhorando a eficiência na comunicação da empresas com os investidores.

7.2.9- Projeções e informações

1º	Petrobras	Sim
	Vale	Sim
	Bradesco	Sim
	CSN	Sim

2º	Votorantim Celulose	Sim
	Pão de Açúcar	Sim
	Klabin	Sim
	Aracruz	Não

3º	Brasmotos	Não
	Cia de Cartuchos	Não
	Buettner	Não
	Cia Iguaçu	Não

4º	Rali-Sul	Não
	Ferragens Haga	Não
	Traianus	Não
	Garuda	Não

Realizada a pesquisa sobre este quesito, verificamos que muitas empresas não possuem a preocupação de divulgarem informações importantes para o entendimento da empresa. Novamente faltou o comprometimento da empresa com a transparência a seus acionistas.

Porém as empresas que divulgam essas informações podem verificar os seguintes assuntos no que tange o entendimento organizacional: visão geral da empresa, informações sobre o mercado, concorrentes, fornecedores, principais clientes, marcas e patentes, panorama dos negócios, expectativas de tendências, pesquisas e desenvolvimento, informações financeiras, propriedades (ativos imobilizados), propriedade acionária, e indústrias, investimento em tecnologia, implantação de nova estratégia, investimento em infraestrutura, novas parcerias e o orçamento que será despendido.

Assim as empresas que divulgam essas informações, sendo mais transparentes, acaba se beneficiando em decorrência da diminuição do risco da empresa percebida pelos investidores, que obtêm novas informações sobre a empresa.

7.2.10-Classificação Final

Após analisar todos os quesitos individualmente e ter classificado as empresas praticantes das melhores praticas de governança corporativa, nos principais pilares, como transparência, equidade , responsabilidade e prestação de contas.Observe a classificação final:

Posição	Empresa	Pontuação
1	Vale	137
2	Petrobrás	136
3	Bradesco	121
4	Csn	109
5	Pão de Açúcar	105
6	Votorantim Celulose	94
7	Klabin	84
8	Aracruz	81
9	Bramotor	60
10	Cia Brasil. De Cartuchos	55
11	Buettner	41
12	Cia de Café Iguaçu	37
13	Taianus	22
14	RailSul	20
15	Garuda	16
16	Ferragens Haga	14

Pode-se analisar que as 8 primeiras empresas estão classificadas , são empresas que utilizam DR's para captarem recursos no mercado global e também possuem as melhores praticas de governança corporativa, demonstrando aos investidores maior confiabilidade pela divulgação de suas informações.

8- Recomendações

A Vale do Rio Doce e a Petrobrás estão classificadas entre as 2 (duas) primeiras colocações, é devido a importância ao bom relacionamento ao mercado, porém essas duas empresas não possuem um diretor específico para relações com investidores, ambos utilizam os diretores financeiros para tratar desses assuntos, seria oportuno um profissional específico para esta área já que o volume de negociações destas empresas são bastante expressivas.

Por outro lado o Bradesco e a CSN que ocupam respectivamente, 3º e 4º lugar, o Bradesco e a CSN deveriam ter um gestor específico para ocupar as funções referentes a relações com investidores, além do mais a CSN no que refere-se a conselhos administrativos, a empresa deveria adotar uma postura de não possuir um controlador/conselheiro, para que as decisões não tendam a beneficiar os acionistas majoritários.

Já as empresas Pão de açúcar, Votoratim Celulose e Klabin, Aracruz necessitam ser mais transparentes ao divulgarem suas informações, pois estas empresas possuem discrepâncias elevadas relacionadas ao número de páginas nas notas explicativas em relação a Vale do Rio Doce e a Petrobrás, necessitar-se a melhor divulgação dos ocorridos no exercício analisado, logo é inerente que as empresas informem todos os fatos que ocorram na empresa para que sejam mais transparentes. Todas estas empresas possuem Controlador/Conselheiro, sendo o ideal a não existência desta figura na organização. Todas estas empresas também não possuem um Diretor de Relações com os investidores, necessitando um gestor para cuidar desses assuntos. A Votorantim e a Klabin não possuem um site com informações específicas para o investidor, este é um erro grave pois é essencial que a canalização das informações, sejam eficientes e de fácil acesso aos investidores.

As demais empresas Brasmotor, Cia Bras.Cartuchos, Buttner, Cia Iguaçu, Rail Sul, Ferragens Haga, Traianus e Garuda, mesmo atuantes apenas no mercado interno, deveriam aderir a uma postura transparentes, divulgando de forma clara suas informações ao mercado, não perfazendo apenas o necessário segundo a legislação em vigor, necessita também melhoria dos relatórios administrativos, que as notas s explicativas detenham o maior numero de informações possíveis, que os fatos relevantes sejam todos divulgados, não nomearem um controlador/Conselheiro, ter um gestor para assuntos Relações com investidores, publicarem suas projeções e informações.

9- Conclusão

Com este trabalho foi possível comparar de que forma as empresas brasileiras de capital aberto de nossa amostra, divulgam suas informações relevantes ao mercado de forma.

Embora algumas empresas não dêem importância para a divulgação de suas informações, muitas se preocupam em prestar boa informação com transparência, e equidade, além de uma boa prestação de contas e a demonstração de responsabilidade nos seus demonstrativos.

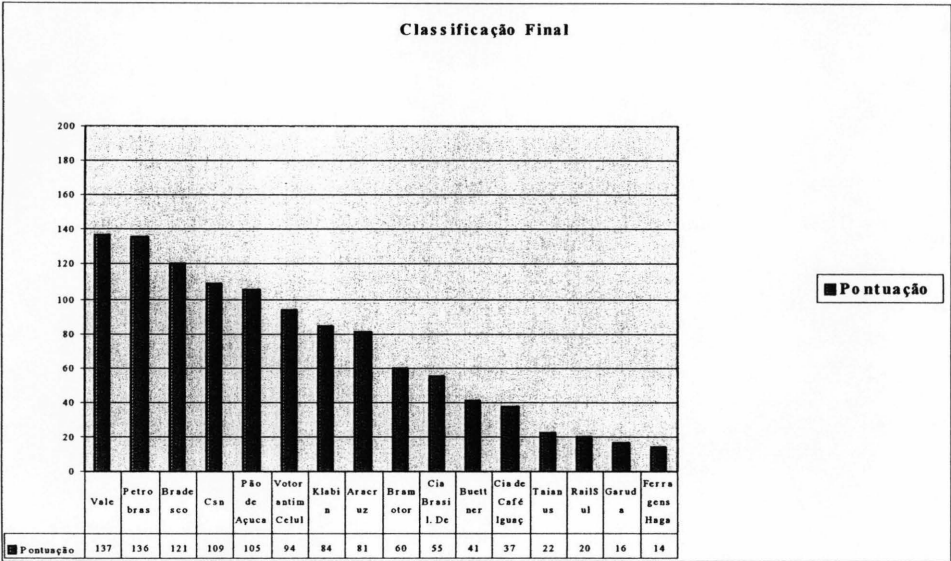
Com essas práticas propicia ao investidor uma nova percepção sobre a empresa, pois a posse dessas informações organizacionais minimiza a incerteza e reduz o risco proporcionando ao investidor maior segurança contra possíveis expropriações.

Existem empresas, conforme mostra nosso estudo, que se utilizam de canais de comunicação com o investidor, fornecendo diariamente informações sobre o mercado, sobre novos projetos em andamento, formação de comitês, informações sobre recentes decisões do Conselho ou de Assembléia etc, e além do mais torna evidente a demonstração da empresa como , atraindo desta forma investidores . Nesse ambiente entendemos fundamental o papel do diretor de Relações com Investidores, no sentido de proporcionar ao mercado essas informações. Além disso, as empresas que institucionalizaram um código de governança corporativa na organização, terminaram por melhorar seu relacionamento com os *shareholders* e *stakeholders* e diminuíram seu custo de capital.

Por outro lado observaram-se os esforços da Bovespa, que criou classificações para beneficiar as empresas que prestam melhores informações ao mercado (com maior transparência), que têm dispersão de suas ações no mercado, que priorizam a equidade entre os acionistas, e que fazem uma boa prestação de contas. Dessa forma, proporcionam aos investidores estrangeiros e nacionais novos parâmetros para avaliarem essas companhias.

10- ANEXO

ANEXO 1



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACIONISTA, Disponível em <www.acionista.com.br/governanca/artigos> . Acesso em 12/10/2005

ARACRUZ Celulose S/A. Disponível em: <www.aracruz.com.br>. Acesso em 12/10/2005

ASSAF, Alexandre Neto. Mercado Financeiro. Ed. Atlas, 5º edição, 2003.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 12/10/2005

BRADERCO, Banco. Disponível em: <www.braderco.com.br>. Acesso em 13/10/2005

BREADLEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Principles of corporate finance. 6th ed. United States: MCGraw Hill, 2000.

BUETTNER Indústria e Comércio S/A. Disponível em: <www.buettner.com.br>. Acesso em 12/10/2005.

CIA. VALE, do Rio Doce. Disponível em: <www.vale.com.br>. Acesso em 13/10/2005.

CIA. IGUAÇÚ, de Café Solúvel. Disponível em: <www.iguacu.com.br>. Acesso em 12/0/2005.

COMPANHIA BRASILEIRA DE CARTUCHOS – CBC. Disponível em: <www.cbc.com.br>. Acesso em 12/0/2005.

CSN – Companhia Siderúrgica Nacional. Disponível em: <www.csn.com.br>. Acesso em 13/10/2005.

CVM – Comissão de Valores Imobiliários. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 12/0/2005

DIEZ, Carmem Lúcia Fonari. Orientação para elaboração de projetos e monografias/ Carmem Lúcia Diez, Geraldo Balduino Horn. – Petrópolis, RJ: Vozes, 2004

HART, Oliver. Corporate Governance: some theory and implications. The Economic Journal, v. 105, n. 430, p. 678-689. May, 1995.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 13/10/2005.

IBGC. Pesquisa sobre governança corporativa, 2001. Disponível em <www.ibgc.org.br>. Acesso 13/10/2005

INDICIBUIS, Sergio. Manual de contabilidade das sociedades por ações. Ed. Atlas. 4º edição.

IOCHPE, Maxion. Disponível em: <www.iochpe.com.br>. Acesso em 12/10/2005.

KLABIN. Disponível em: <www.klabin.com.br>. Acesso em 13/10/2005.

JENSEN, Michael e FAMA, Eugene. Separation of owership and control. Journal of Law and Economics. v. 26. p. 201-325. June. 1983.

JENSEN, M.C. e MECKLING, W.H. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency
JENSEN, Michael e MECKLING, W.H. The Nature of Man. Journal of Applied
Corporate Finance, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. Journal of Finance, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics, v. 58, p. 3-27, 2000.

LAMEIRA, Valdir J.. Mercado de Capitais, Editora Forense Universitária, 2º edição, Ri de Janeiro, 2003.

LETHBRIDGE, Eric. Tendências da empresa familiar no mundo. Revista do BNDES, v. 8, n. 4, p. 209-232. Junho, 1997.

LODI, João Bosco. Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração. Editora Campus, Rio de Janeiro, RJ, 2000.

MALIENI, Walter Junior. Práticas de governança corporative e geração de valor aos acionistas, São Paulo, 2003. Dissertação de Mestrado. Universidade Presbiteriana Mackenzie.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. Panorama de Governança Corporativa no Brasil. São Paulo, 2001.

MELLO Junior, Luiz R. Privatização e governança empresarial no Brasil. Separata de: Pinheiro, Armando Castelar & Fukasaku, Kiichiro (org). A privatização no Brasil: o 57 caso dos serviços de utilidade pública. Rio de Janeiro: BNDES – OCDE, p.32, 2000.

MODIGLIANI, F. e MILLER, M. “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”. American Economic Review. Vol 48 (pp.261-297). Estados Unidos. 1958.

MÔNACO, Douglas Cláudio. *Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil*. São Paulo, 2000. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade Universidade de São Paulo.

MONKS, Robert A. G., MINOW, Nell. Corporate Governance. 2nd ed. United States: Blackwell, 2001.

MOTTA, Valter T. Norma técnicas para apresentação de trabalhos científicos/ Valter T. Motta. Ligia Gonsalves Hesseln e Silvestre Gialdi. 2. ed. Ver. Atual. e aum. – Porto Alegre: Editora Médica Missau, 2001.

OKIMURA, Rodrigo T. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Departamento de Administração, novembro, 2003.

PÃO DE AÇUCAR, Cia. Brasileira de Distribuição. Disponível em: <www.cbdri.com.br>. Acesso em 12/10/2005.

PETROBRAS, Petróleo Brasileiro. Disponível em: <www.petrobras.com.br>. Acesso em 12/10/2005.

PORTER, Michael. Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior. Trad. Elizabeth Maria de Pinho Braga. 7º ed. Rio de Janeiro: Campus, 1992.

RAPPAPORT, Alfred. Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores. Trad. Alexandre L. G. Alcântara. São Paulo: Atlas, 2001.

ROSS, Stephen A. The economic theory of agency: the principal's problem. The American Economic Review, v. 63, issue n. 2, papers and proceedings of the 85th annual meeting of the American economic association, p. 134-139, 1973.

SILVA, Fernanda Maciel. Governança corporativa e performance empresarial no Brasil. Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, Rio de Janeiro, 2003.

SPENCE, Michael, ZECKHAUSER, R. Insurance, information and individual action, American Economic Review, v. 61, p. 380-387, 1971.

VOTORANTIM, Papel e Celulose. Disponível em: <www.vcp.com.br>. Acesso em 11/10/2005.